

冠城大通 (600067. SH)

谋略“二五”，化茧成蝶

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

12.93-14.05

联系人

分析师

丁晨

周涛

021-20315131

S0740510120015

dingchen@qlzq.com.cn

021-20315158

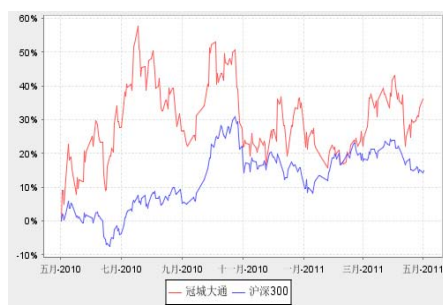
2011年5月18日

zhoutao@qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	735.50
流通股本(百万股)	727.05
市价(元)	9.82
市值(百万元)	7222.63
流通市值(百万元)	7139.63

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,393.32	8,422.88	8,736.08	9,823.54	12,552.1
营业收入增速	-2.07%	91.72%	3.72%	12.45%	27.78%
净利润增长率	63.11%	82.80%	39.41%	18.29%	81.01%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.70	0.98	1.16	2.10
前次预测每股收益(元)	—	—	0.98	1.16	1.47
市场预测每股收益(元)	—	—	1.10	1.38	1.69
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	-10.91%	-15.94%	24.26%
市盈率(倍)	30.23	12.34	9.99	8.45	4.67
PEG	0.48	0.15	0.25	0.46	0.06
每股净资产(元)	2.76	2.96	3.89	5.05	7.16
每股现金流量	4.95	-0.14	0.74	0.02	-0.29
净资产收益率	16.80%	23.83%	25.25%	23.00%	29.40%
市净率	5.08	2.94	2.52	1.94	1.37
总股本(百万股)	612.92	735.50	735.50	735.50	735.50

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **现有项目锁定未来三年业绩超过 40%的复合增长率。**公司目前地产项目未结算资源约为 280.54 万平，分布于 7 个城市，可供未来五年结算。截至 2010 年末，公司未结算预收账款 38.62 亿元，是 2010 年收入的 85%，是公司 2011 年地产业务经营计划（47 亿元）的 80%，已锁定 0.8 元的 EPS，业绩保障性较强。我们预计未来三年随着高毛利项目北京太阳星城、深圳月亮湾、海西创意产业园的结算，利润率有望快速提升。预计现有项目将锁定未来三年业绩的高速成长。
- **谋略“二五”，内外兼修。**2010 年是公司“二五”规划开局之年，“五年内达到净资产百亿规模（即 09 年末的 6 倍），成为一流地产蓝筹”的目标必将要求公司在外延式扩张和内涵式发展方面同时快速推进，实现质的腾飞。
- **外延式扩张方面**，公司向多战略中心发展，北京、海西和长三角三大区域战略中心已初步成型，我们着重看好公司“大海西战略”中海西文化创意产业园及福州旧城改造对公司成长的贡献，以及公司借力国资品牌在北京的低成本扩张。我们对海西项目新增每股 NAV 和年均新增 EPS 作了敏感性分析，若参照周边项目楼面地价和销售均价，项目可为公司贡献静态利润 38.73 亿元，在结算 5 年、8 年和 10 年情况下，可平均每年分别增厚 EPS1.05 元、0.66 元和 0.53 元；增厚每股 NAV4.35 元、3.88 元和 3.60 元。同时，1 月的海科健收购使公司新增 NAVPS1.12 元，我们判断公司后期仍有可能进一步收购股权，已达到绝对控股目的。
- **内涵式发展方面**，发达的一二线城市，人口红利和城镇化带来的首次置业需求正逐渐衰退，改善型需求将成为市场主流，因此虽然需求短期受调控压制，但我们长期看好公司在一二线城市的中高端产品优势；同时公司未来两年开发项目中首置和商服类居多，这将有利于规避调控风险；另外公司高周转低成本运营模式也彰显了民营企业的高效率。

- **盈利预测与投资建议。**公司未来三年处于业绩释放期，股权激励方案将加大公司的业绩释放动力。北京太阳星城项目仍是结算重点，而南京大体量项目也将在 2011 年进入结算期。我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 **0.98、1.16 和 2.11**，对应当前股价 PE 分别为 **10 倍、8 倍和 5 倍**；净利润增长率分别为 39%、18%和 81%；RNAVPS 为 12.93 元，目前股价相对于 RNAVPS 折价 25%，若考虑海西创意产业园剩余项目和海科健收购项目，则 RNAVPS 为 16.01 元，折价率则可达 40%。价值严重低估。我们维持公司“**买入**”评级，目标价区间为 **12.93-14.05** 元。
- **风险提示：**行业调控超预期，公司海西创意产业园项目未如期获取。

内容目录

我们的推荐逻辑.....	- 5 -
现有项目锁定未来三年业绩超过 40%的复合增长率.....	- 5 -
谋略“二五”，剑指一流地产蓝筹.....	- 5 -
确定性成长.....	- 6 -
现有储备未结资源丰富.....	- 6 -
利润率有望快速提升.....	- 7 -
现有项目锁定未来三年业绩高成长.....	- 8 -
谋略“二五”之外延式扩张.....	- 9 -
“大海西”战略：尽享天时地利人和.....	- 9 -
借力国资品牌，巩固京城战略地位.....	- 15 -
谋略“二五”之内涵式发展.....	- 16 -
中高端产品优势.....	- 16 -
规避政策风险，未来两年开发项目商业和首置居多.....	- 18 -
民营企业运营的高效性：高周转、低成本.....	- 18 -
盈利预测与投资建议.....	- 19 -

图表目录

图表 1：我们推荐的逻辑.....	- 6 -
图表 2：公司现有项目储备.....	- 7 -
图表 3：公司现有土地储备区域分布.....	- 7 -
图表 4：高盈利项目有望快速提升利润率水平.....	- 8 -
图表 5：现有开发项目预计结算毛利率.....	- 8 -
图表 6：2010 年年报龙头股每股预收账款比较.....	- 9 -
图表 7：海西文化创意产业园区位.....	- 10 -
图表 8：各城市 09 年文化创意产业占 GDP 比重.....	- 11 -
图表 9：中国与全球 09 年创意产业占 GDP 比重.....	- 11 -
图表 10：文化创意产业与旅游产业融合的价值链图.....	- 11 -
图表 11：园区地产盈利模式比较.....	- 12 -
图表 12：海西产业园项目新增 NAVPS 敏感性分析.....	- 13 -
图表 13：产业园项目年均新增 EPS 敏感性分析.....	- 13 -
图表 14：福州中心城区危旧房拆迁计划面积占比.....	- 14 -
图表 15：福州中心城区危旧房拆迁项目个数占比.....	- 14 -

图表 16: 2010 年福建中心城区各出让地块面积占比.....	- 14 -
图表 17: 旧改项目新增 NAVPS 敏感性分析.....	- 15 -
图表 18: 旧改项目年均新增 EPS 敏感性分析	- 15 -
图表 19: 收购海科健 21%股权之后股权结构图.....	- 15 -
图表 20: 2010 三季度北京购房目的比重	- 17 -
图表 21: 各类购房需求的购买力指数	- 17 -
图表 22: 2010-2015 年三大需求量预测	- 17 -
图表 23: 北京 2010 年中高端楼盘成交金额排行	- 18 -
图表 24: 后期销售项目产品结构	- 18 -
图表 25: 龙头公司盈利能力、负债水平和营运能力比较（10 年报数据）	- 19 -
图表 26: 房地产业务收入预测.....	- 20 -
图表 27: RNAV 绝对估值（仅现有业务）	- 20 -
图表 28: RNAV（含产业园剩余项目和收购项目）	- 20 -
图表 29: 利润预测.....	- 20 -
图表 30: 财务报表预测.....	- 22 -

我们的推荐逻辑

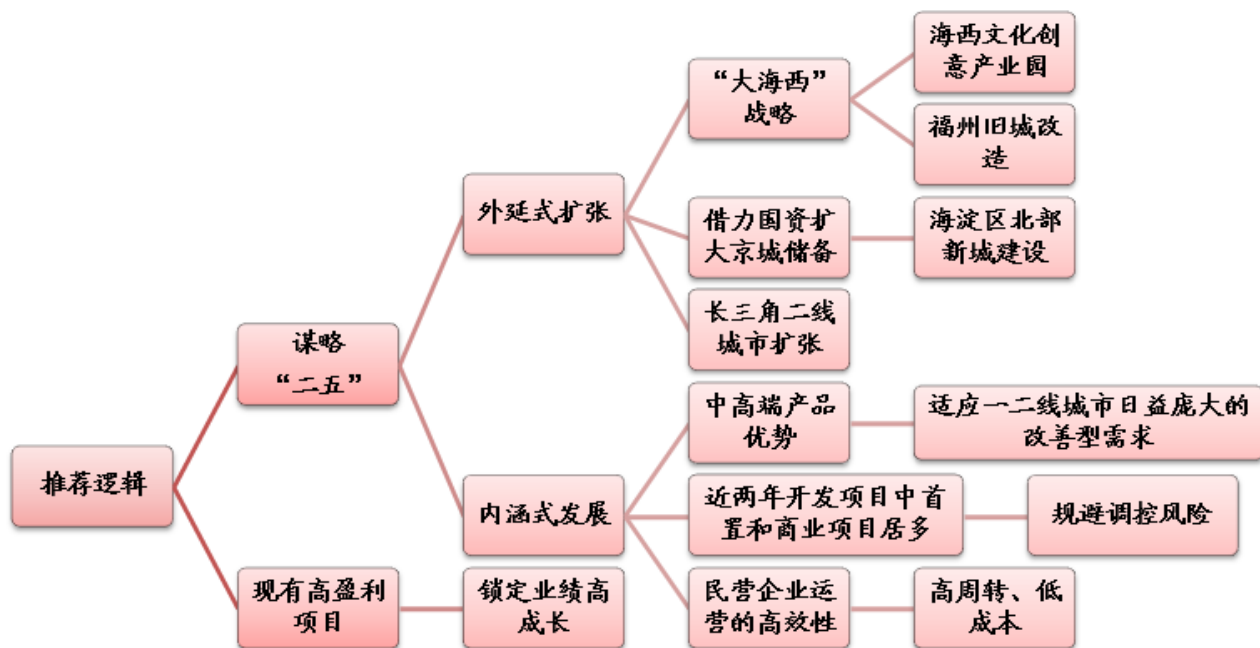
现有项目锁定未来三年业绩超过 40%的复合增长率

- 公司现有储备将保障未来三至四年业绩高速增长。目前公司尚有 280.54 万平未结算资源,可供未来五年结算。其中福州(包括永泰)项目占 38%,南京项目占 30%,北京太阳星城、冠城名敦道占 19%,苏州项目占 8%,深圳 5%。截至 2010 年末,公司未结算预收账款 38.62 亿元,是 2010 年收入的 85%,是公司 2011 年地产业务经营计划(47 亿元)的 80%,已锁定 0.8 元的 EPS,业绩保障性较强。而随着高毛利项目太阳星城、冠城名敦道、深圳月亮湾等陆续进入结算期,综合毛利也将快速提升。经过测算,我们认为现有项目将锁定公司未来三年业绩超过 40%复合增长率。

谋略“二五”,剑指一流地产蓝筹

- 2010 年是公司“二五”规划开局之年。如果说“一五”确定了“地产+漆包线”双主业战略,是公司实现战略转型的重要阶段,那么“二五”则是公司实现腾飞的关键时期。五年内达到净资产百亿规模,成为一流地产蓝筹的目标必将要求公司在外延式扩张和内涵式发展方面同时快速推进,实现质的飞跃。
 - 外延式扩张方面,公司将向多战略中心发展,未来将形成北京、海西和长三角三大区域战略中心,我们着重看好公司“大海西战略”中海西创意产业园及福州旧城改造对公司成长的贡献,以及公司借力国资品牌在北京的低成本扩张。
 - 内涵式发展方面,虽然短期受调控影响,但我们依然长期看好公司中高端产品优势;同时公司在调控中把握主动,为规避调控风险,未来两年开发产品中首置和商服居多;另外公司的高周转低成本运营模式也彰显了民营企业的高效率。

图表 1: 我们推荐的逻辑



来源：齐鲁证券研究所

确定性成长

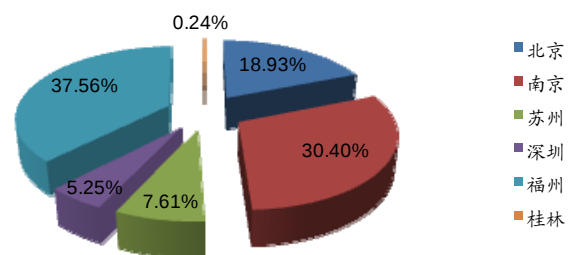
现有储备未结资源丰富

- 公司目前地产项目未结算资源约为 280.54 万平，分布于 7 个城市，可供未来五年结算。
- 公司虽然是一家闽籍企业，但 2003 年以来区域上以北京为战略中心，通过太阳星城项目、冠城名敦道项目及参股海科健，巩固了自己在京城地产界的地位，冠城品牌成为京城十大地产品牌之一，目前京城项目储备约占总储备的 19%；近年来，公司也开始拓展长三角业务，目前战略重点是发达的二线城市南京和苏州，已在南京六合和苏州黄埭低成本储备 100 多万平项目，储备面积占当前总储备的近 40%。

图表 2：公司现有项目储备

项目位置	项目名称	权益	建筑面积 (万平方米)	10年末未结 算建面(万 平方米)	未结建面平 均售价(元/ 平方米)
北京东北三 四环之间	太阳星城 F区	95%	40.46	2.44	13000
	太阳星城 B区	100%	22.19	15.69	30000
	太阳星城 C区	100%	7.98	7.98	15000
		100%	26.80	20.21	35000
	太阳星城 E区	100%	18.46	0.48	22000
北京东二环 广渠门桥	广渠门(冠城·名 敦道)项目	80%	33.13	5.14	30000
桂林甲山路	桂林清秀花园	75%	3.09	0.02	5600
	桂林清秀庭院	75%	4.26	0.65	5600
福州鼓楼	冠城鼓楼庭院	100%	12.48	0.06	5500
苏州黄埭	冠城水岸风景	100%	12.00	1.75	9000
南京六合	万盛世纪新城	80%	85.00	83.42	6000
深圳月亮湾 大道	深圳月亮湾地块	70%	25.00	20.57	22000
福州鼓楼区	福州井大路项目	100%	2.68	2.68	28000
苏州黄埭镇	苏州黄埭镇项目	70%	19.14	19.14	9000
福州永泰县	海西文化创意产 业园	100%	100.32	100.32	8000
			443.57	280.54	

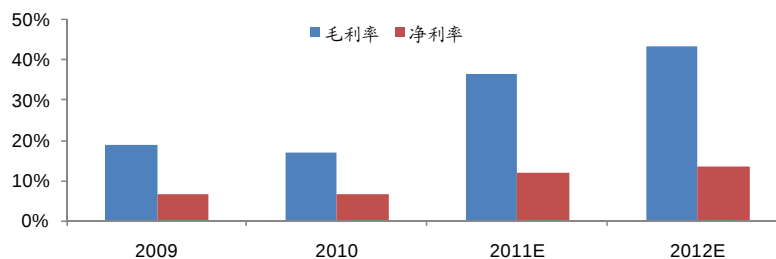
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：公司现有土地储备区域分布


来源：齐鲁证券研究所

利润率有望快速提升

- 公司过去净利率和毛利率较低的原因是由于公司的漆包线业务利润空间较小，仅 4%左右，我们预计后期随着高毛利项目北京太阳星城、冠城名敦道、深圳前海月亮湾项目、海西创意产业园项目的结算，利润率有望快速提升。

图表 4：高盈利项目有望快速提升利润率水平


来源：齐鲁证券研究所

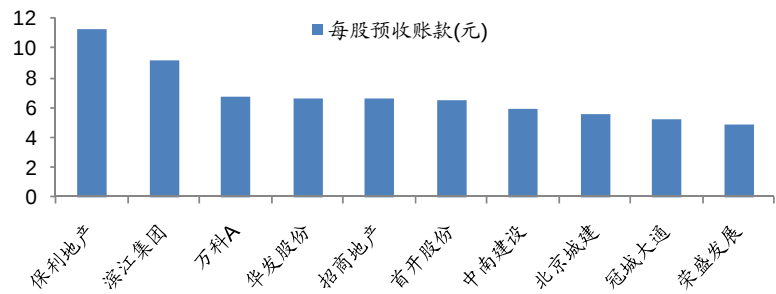
图表 5：现有开发项目预计结算毛利率

项目名称	物业类型	项目毛利率
太阳星城 F 区	住宅	26.92%
太阳星城 B 区	住宅（1-8 栋）	30.4 %
	住宅及商业（剩余 6 栋）	71.43%
太阳星城 C 区	商业（凯德）	60.00%
	综合（太阳广场）	71.43%
太阳星城 E 区	住宅	66.07%
广渠门（冠城·名敦道）项目	住宅	63.33%
桂林清秀花园	商业金融	26.79%
桂林清秀庭院	商业	26.79%
冠城鼓楼庭院	经济适用房	27.27%
冠城江景	综合	26.67%
朱陵阁	综合	18.60%
冠城水岸风景	住宅	33.33%
万盛世纪新城	住宅	16.67%
深圳月亮湾地块	住宅	50.62%
福州井大路项目	商业	28.43%
苏州黄埭镇项目	住宅	27.48%
海西创意产业园	综合	60.72%

来源：齐鲁证券研究所

现有项目锁定未来三年业绩高成长

- 截至 2010 年末，公司未结算预收账款 38.62 亿元，是 2010 年收入的 85%，是公司 2011 年地产业务经营计划（47 亿元）的 80%，已锁定 0.8 元的 EPS，业绩保障性较强。经过测算，我们认为现有项目将锁定公司未来三年年均超过 40%复合增长率。

图表 6：2010 年年报龙头股每股预收账款比较


来源：wind，齐鲁证券研究所

谋略“二五”之外延式扩张

“大海西”战略：尽享天时地利人和

- 五年内达到“百亿”净资产的目标意味着公司外延式扩张需要快速推进。在区域选择上，公司并不冒进，除了深耕京城和长三角，巩固现有战略地位之外，选择自己最熟悉的区域发展。随着国务院支持海西建设《意见》出台，在淡出福州多年之后，公司回归故里，抢占战略高地，利用天时地利人和优势，开始“大海西战略”，在区域上随着地产业务规模的扩大，向多战略中心发展。通过福州区域的业务拓展，未来将形成北京、海西和长三角三大区域战略中心，并由重点一二线城市向周边辐射。
- **海西文化创意产业园。**2010 年 4 月公司与永泰县政府签订了海西文化创意园的项目协议书，8 月正式签订了项目合同书，标志着公司的大海西战略跨出了一大步。4 月底公司拿下首批三个地块，共计建面 100 万平。
 - 项目概况：海西文化创意产业园项目投资总额达 32.5 亿元，位于永泰县葛岭镇赤壁村，面积约为 202 公顷。其中，三分之二用于创意产业项目建设，三分之一用于产业园生活配套用地。在公司通过合法方式取得项目用地后，将由公司独自出资负责产业园项目的建设运营，独立承担风险及享有利润。公司希望借助当地丰富的山水旅游资源及原脉地热温泉，将其打造为集广电、出版、传媒、网络动漫、传统手工艺品、高新技术产品研发及休闲度假娱乐为一体的综合型园区。目前，永泰文化创意产业园规划已出炉，产业园将发展成为“一轴二廊三片”集中式空间布局结构。项目所在地永泰县被称为福州的“后花园”，离福州市区 40 分钟车程，福永高速公路 2013 年建成以后，车程将缩短至 20 分钟。产业园对外交通主要是通过赤壁大道和翠创大道联系省道 203 线，对接福永高速公路葛岭互通口和向莆铁路永泰火车站。

图表 7：海西文化创意产业园区位



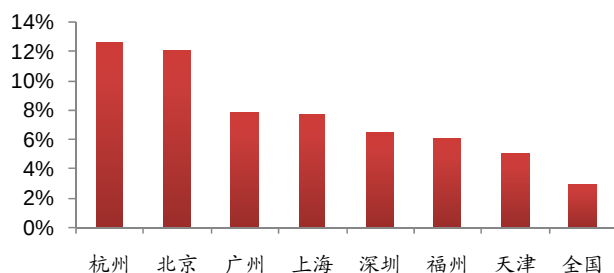
来源：齐鲁证券研究所

项目价值分析

- ◇ 园区地产价值提升关键取决于招商，而招商又主要由当地产业集聚和产业升级的基础和环境决定。目前高新产业是园区地产的主要载体，如张江高科、海泰发展等，主要得益于区域内高新技术产业优良的发展环境，在全国主要经济区域的高新技术开发区中，上海为核心的长三角区域、京津地区的高新区是国家高新区发展高新技术产业的主要区域。
- ◇ 我国文化创意产业已进入了加速阶段。我国的文化创意产业总体来说发展滞后，09 年该产业增加值全国平均占 GDP 比重 3%，不仅落后于美国（25%）、日本（20%）、韩国（15%）和欧洲（15%），也落后于全球平均水平（7%）。但是从每年超过 20% 的增速和政策支持来看，我国文化创意产业已进入了加速阶段，尤其是金融支持力度方面，央行营管部公布的数据显示，截至 2010 年 9 月末，文化创意产业贷款余额 236.7 亿元，同比增长 42.2%。同期各银行累计发放的文化创意产业贷款达到 155 亿元，同比猛增九成。
- ◇ 海西文化创意产业园产业集聚的三大优势有利于公司后期招商和项目价值提升。文化创意活动的产业集聚未必能在任何地方存在，这是因为其集聚取决于一地文化和科技发展的规模和水平，取决于文化创意活动所具有的基础和环境。海西文化创意产业园的产业集聚优势在于三点：首先福州当地前期有一定的产业基础，从各城市发展情况来看，根据 09 年各地文化创意产业增加值占 GDP 比重排名，杭州、北京领先优势较明显，分别占 12.6% 和 12.1%，而福州占 6.1%，虽然与领先城市有一定差距，但高于全国平均水平 3 个百分点，而且 2004 年至今产业增加值年均复合增长率为 30%，高于全国 20% 的水平；第二是可以当地的旅游传统产业融合发展，产生协同效应（图表 5）；第三是政策支持，2010 年 5 月福州政府结合海西规划，出台了《福州市加快文化创意产

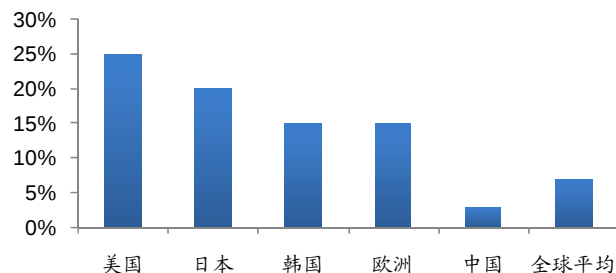
业发展的意见》，在资金、土地和税收方面给予文化创意产业大力支持。

图表 8：各城市 09 年文化创意产业占 GDP 比重



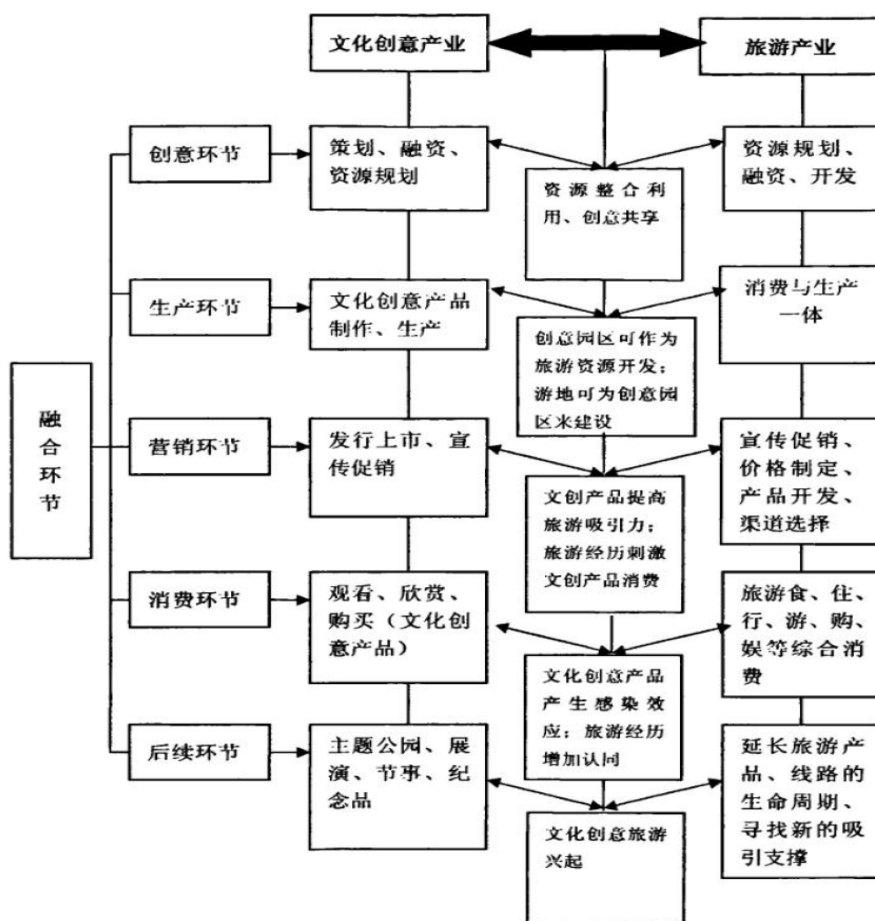
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：中国与全球 09 年创意产业占 GDP 比重



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：文化创意产业与旅游产业融合的价值链图



来源：杨娇《旅游产业与文化创意产业融合发展研究》，齐鲁证券研究所

- ◇ **销售利润+土地溢价，以最低风险获得最高利润。**目前园区地产盈利模式主要有四类：一、开发商完成项目打造后，采取出售的运营模式，通过销售一次性回收成本并实现利润；二、开发商获得土地后，完成土地的基础设施建设，以及项目的整体包装推广，然后部分或整体转让土地，

通过土地溢价的方式来实现盈利目的；三、开发商完成项目打造后，采取出租的运营模式，长期持有物业，通过收取租金来获得利润；四、开发商通过向入住园区的企业提供某些服务，以服务费的形式实现盈利目的，如物业管理费等。由于海西文化创意产业园面积较大，投资和开发周期较长（预计 5-10 年），我们预计公司将采用能够快速回款的盈利模式以降低风险，同时获得较高收益，由此我们认为公司采用前两种盈利模式（即销售利润和土地溢价）的可能性较大。

图表 11：园区地产盈利模式比较

盈利模式	模式特点	投入	回款方式	优势	劣势
销售利润	开发商完成项目打造后，采取出售的运营模式，通过销售一次性回收成本并实现利润	较大：土地成本+建设成本	一次性回收	盈利高，节约后期管理成本	存在产品滞销的风险
土地溢价	开发商获得土地后，完成土地基础设施建设及项目推广后，将土地部分或整体转让，从土地溢价中获得利润	较大：以前期土地成本为主	一次性回收	周期短，风险较低	初级开发，盈利相对有限
租金	开发商完成项目打造后，采取出租的运营模式，长期持有物业，通过收取租金来获得利润	较大：土地成本+建设成本	“细水长流”	自身持有物业，后期可根据市场情况转租为售，实现盈利模式的转变	开发商负责经营管理，需投入一定的人力及物力
服务费	开发商对入住企业提供诸如工作、生活等各方面的配套，以及其他方面的服务，从中获利	不定（视具体情况而定）	“产品附加值”，细水长流	风险低	盈利有限

来源：中原地产，齐鲁证券研究所

◇ **项目业绩贡献敏感性分析。**我们参照周边项目楼面地价和销售均价（目前周边在售楼盘——唐乾明月，销售均价约 8000 元/平米，万科 2010 年拿下永泰赤壁项目——大樟溪岸，发展旅游地产，楼面地价 850 元/平米），假设拿地成本平均 300 元/平米，有效税率 25%，期间费用率 10%，折现率 8%，对项目新增每股 NAV 和平均每年新增 EPS 作了敏感性分析，三个变量分别为建安成本、结算均价和结算年限，结果如图表 7 和图表 8。若假设销售均价 8000 元/平米，建安成本 3000 元/平米，那么可为公司贡献静态利润 38.73 亿元，在结算 5 年、8 年和 10 年情况下，可分别平均每年增厚 EPS1.05 元、0.66 元和 0.53 元；若考虑折现，那么在结算 5 年、8 年和 10 年情况下，可分别新增 NAV 为 32 亿元、28.55 亿元和 26.45 亿元，增厚每股 NAV4.35 元、3.88 元和 3.60 元。